

社会服务

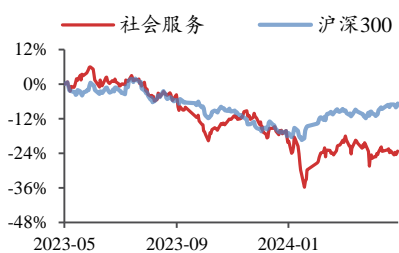
2024年05月19日

IP 卡牌打开潮玩空间，多维度显示高教拐点已至

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《关注职教、高教板块，伊菲丹官宣全球代言人——行业周报》-2024.5.12
- 《精神至上、向“新”而行，圈层经济全球繁花开满枝——社服行业2024年中期投资策略》-2024.5.9
- 《兴趣驱动户外运动兴起，关注下周教培季报催化——行业周报》-2024.4.21

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（联系人）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790122120005

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 旅游：重视旅游产业政策引领，罗曼收购公告落地

出行/旅游：5月全国旅游发展大会召开，加大培育旅游成为新兴战略性支柱产业的顶层政策引领，各地政府积极响应下，旅游产业对拉动内需的经济支撑作用有望进一步强化。智慧旅游作为产业重点升级方向，核心在于探索互联网、大数据、人工智能、虚拟现实等数字化科技与产业上中下游的有机结合，有助于提升旅游市场整体效能，进一步激发国民旅游兴趣，同时利好赛道认知、产业链协同能力强、积极赋能整合上游的OTA平台。**罗曼股份：**收购英国Holovis公告落地，预计后续将进一步夯实公司数字文旅板块竞争力。**访港：**本周（5.11-5.17）内地访客总入境人次达487930人，环比-11.6%；全球访客总入境人次（除内地外）169898人，环比+0.1%。

● IP/教育/餐饮/酒店：新物种IP卡牌快速起量，高教板块迎拐点

IP卡牌：2022年中国收藏卡行业市场规模超过100亿元，同比增长42.1%；消费者规模433.3万人，同比增长37.8%。IP与卡牌深度绑定，社交属性+直播助推，天猫、抖音平台收藏卡牌销售额高增。**受益标的：**华立科技（发力卡牌，储备宝可梦、奥特曼等IP，自研产品《三国幻战》）。**教育：**多维度显示高教拐点已至，政策持续消化，内生强劲外延可期。**受益标的：**中教控股、中国科培、中汇集团（港股低估值、高股息），天立国际控股、凯文教育（政策及学校盈利模式改革已落地）。**餐饮：**特海完成赴美上市，百胜试点萨莉亚模式。**酒店：**华住一季度收入增长超预期，2023中国酒店连锁化率41%，对比欧美仍有上升空间。

● 美丽：行业格局优化+国产替代，关注细分赛道增量机会

美丽：2024Q1美妆大盘增速放缓下，中小品牌市占率收缩，头部美妆品牌市占率上升。细分赛道中套装、精华、乳液面霜品类2024Q1GMV yoy+8%/+30%/+17%。高端市场集中度较高，海外品牌仍占据主导地位，但小众高端品牌增速优于传统高端品牌。伊菲丹作为国内企业在高奢赛道布局品牌，处于销售额快速爬坡期，看好其在高奢市场份额进一步提升。2024年至今美妆投融资市场出现回暖，小众、特色、出海品牌受市场关注。**运动：**户外运动在全球兴起，据久谦亚马逊数据，2024年1-4月亚马逊平台户外运动GMV达98.6亿美元/yoy+17.7%。

● 本周社服板块跑输大盘，教育、旅游类领涨

本周（5.13-5.17）社会服务指数0.22%，跑输沪深300指数0.1pct，在31个一级行业中排名第27；2024年初至今社会服务行业指数-9.27%，弱于沪深300指数的+7.19%，在31个一级行业中排名第27。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/酒店/会展：银都股份、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）旅游：九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：新东方、学大教育、凯文教育、华图山鼎、中教控股、中国科培、中汇集团、天立国际控股；（3）美护：巨子生物、爱美客；（4）运动：Keep；（5）IP：华立科技。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

目 录

1、出行/旅游：重视旅游产业政策引领，罗曼收购公告落地.....	4
1.1、重视旅游产业政策引领，智慧旅游体系加速建设.....	4
1.2、罗曼股份：收购交易公告落地，数字文旅竞争力夯实.....	5
1.3、航空：国内航班环比回落，国际航班保持稳定.....	7
1.4、访港数据追踪：内地访港节后回落，全球访港环比下降.....	7
2、IP 卡牌：卡牌市场规模过百亿，社交属性+直播间助推.....	8
2.1、市场规模：行业规模过百亿，预计未来三年增速超 30%.....	8
2.2、行业玩家：互联网大厂入局，关注华立科技.....	9
2.3、驱动因素：IP 与卡牌深度绑定，社交属性+直播助推.....	10
2.4、销售高增：天猫、抖音平台收藏卡牌销售额高增.....	11
3、高教：多维度显示高教拐点已至，政策持续消化，内生强劲外延可期.....	11
3.1、历史复盘：明确允许关联交易，分红不确定性逐步移除.....	11
3.2、政策进展：多省积极推进选营选非，过渡节点后有望加速.....	13
3.3、公司对比：关注中教控股、中国科培、中汇集团.....	14
3.3.1、分红比例：FY2024H1，中教控股>中汇集团>中国春来>中国科培.....	14
3.3.2、偿债能力：中教控股、中国科培、中汇集团偿债能力更优.....	15
3.3.3、学校质量及成长性：因一二级估值倒挂收购暂缓，各家营收增长降速.....	15
4、餐饮：特海完成赴美上市，百胜试点萨莉亚模式.....	17
4.1、特海国际赴美双重上市，一季度经营表现亮眼.....	17
4.2、餐饮行业整体持续复苏，百胜、呷哺降价换量.....	17
5、酒店：华住一季度收入增长超预期，中国酒店连锁化仍有上升空间.....	18
5.1、华住集团一季度收入增长超预期，下沉策略将带来更多增量机会.....	18
5.2、《2024 年中国酒店业发展报告》发布，酒店连锁化率提升至 41%.....	19
6、美丽：格局优化+国产替代，把握增量细分赛道.....	20
7、运动：全球户外运动市场火热，关注线上健身赛道龙头企业 Keep.....	22
8、行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘.....	23
8.1、行业跟踪：本周社服板块整体上行.....	23
8.2、社服标的表现：本周（5.13-5.17）教育、检测类上涨排名靠前.....	24
9、风险提示.....	27

图表目录

图 1：2023 年国内旅游收入 GDP 贡献度 3.89%.....	4
图 2：预计 2024 年出入境游客有望进一步恢复（单位：亿人次）.....	4
图 3：2023 年目标公司营收下滑，利润端有所增亏（单位：万英镑）.....	6
图 4：本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期-1%（单位：架次）.....	7
图 5：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 71%（单位：架次）.....	7
图 6：近一周内地/全球访港人数环比-11.6%/+0.1%（单位：人次）.....	7
图 7：近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 45.8%/62.8%（单位：人次）.....	8
图 8：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-28.6%/+1.7%（单位：人次）.....	8
图 9：2022 年中国收藏卡行业市场规模超过 100 亿元.....	9
图 10：2022 年中国收藏卡消费者规模 433.3 万人.....	9
图 11：2022 年中国 IP 卡行业市场规模达到 86.7 亿元.....	9

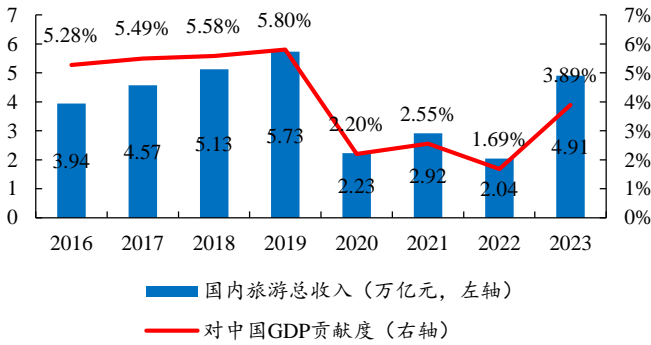
图 12: 2022 年中国 IP 卡消费者规模 360.1 万人.....	9
图 13: 2023 年天猫平台收藏卡牌销售额同比+64.5%.....	11
图 14: 自 2021 年“双减”以来, 叠加约谈传言, 高教板块公司股价已回调近 3 年时间.....	12
图 15: 2021 年 7 月前, 中教控股 PE (盈利预测) 稳定在 25-35 倍.....	13
图 16: 2023 年中教控股本科院校录取分数线较当地省控线高 16 分 (文科).....	16
图 17: 2023 年中教控股本科院校录取分数线较当地省控线高 15.57 分 (理科).....	16
图 18: 2024 年 4 月全国餐饮收入为 3915 亿元, 同比增长 4.4%.....	18
图 19: 华住 2024Q1 收入同比+17.8%.....	19
图 20: 华住 2024Q1 净利润同比-33.4%.....	19
图 21: 中国酒店业占住宿业设施数整体规模已超 50%.....	19
图 22: 在所有酒店档次中, 豪华型酒店连锁化率最高.....	19
图 23: 护肤套装、面部精华和乳液面霜为主要增量赛道.....	20
图 24: 高端市场集中度相对高于中端和平价市场更高.....	21
图 25: 高端市场中海蓝之谜、赫莲娜、修丽可、娇韵诗等品牌销售额同比增长较快.....	21
图 26: 中端市场中珀莱雅超过欧莱雅跻身中端市场 TOP1.....	21
图 27: 平价市场中韩束销售额翻倍增长整体市占率大幅提升.....	21
图 28: 2024 年 1-4 月美妆市场投融资金额和数量已超过 2023 年.....	22
图 29: 2024 年以来亚马逊平台户外运动品类销售额同比加速增长.....	23
图 30: 本周 (5.13-5.17) 社服板块跑输沪深 300 (%).....	23
图 31: 2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%).....	23
图 32: 本周 (5.13-5.17) 社会服务在一级行业排名第 15 (%).....	24
图 33: 2024 年初至今社会服务在一级行业排名第 27 (%).....	24
图 34: 本周 (5.13-5.17) 电科院、昂立教育、西藏旅游领涨 (%).....	25
图 35: 本周 (5.13-5.17) 美吉姆、东方时尚、米奥会展跌幅较大 (%).....	25
图 36: 本周 (5.13-5.17) 中公教育、昂立教育、众信旅游净流入额较大 (万元).....	25
图 37: 本周 (5.13-5.17) 东方时尚、中青旅、米奥会展净流出额较大 (万元).....	26
表 1: 2023 年国家重点旅游发展政策/会议情况梳理.....	4
表 2: 2024-2026 年两个交易期利润目标扭亏.....	6
表 3: 红杉、哔哩哔哩等投资卡牌公司.....	10
表 4: 江西、黑龙江等多个省份积极推进选营选非.....	13
表 5: 中教控股、中国科培、中汇集团、中国春来支付 FY2024 中期股息.....	14
表 6: FY2024H1 中教控股、中国科培的税率增加, 侧面印证逐步打通关联交易.....	14
表 7: 各家有息负债率均在 30% 以下.....	15
表 8: 中教控股、中国科培、中汇集团流动比率显著高于其他公司.....	15
表 9: 近年来中教控股、中汇集团的营收增速较快.....	15
表 10: 除民生教育、希教控股、宇华教育以外, 其他高教公司盈利能力优异.....	16
表 11: FY2024H1 中教控股、中国科培、中汇集团的归母净利润同比增长 9.62%、6.66%、13.23%.....	16
表 14: 头部美妆品牌.....	20
表 15: 盈利预测与估值.....	26

1、出行/旅游：重视旅游产业政策引领，罗曼收购公告落地

1.1、重视旅游产业政策引领，智慧旅游体系加速建设

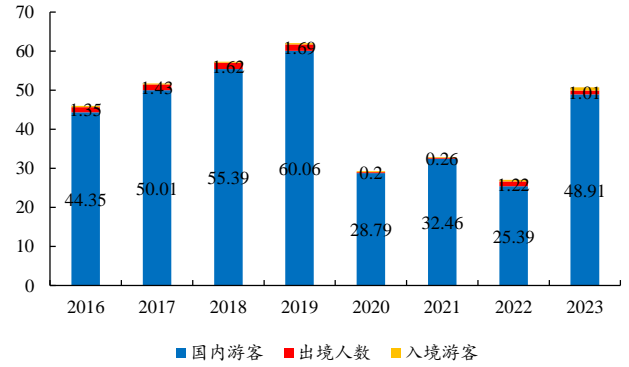
重视旅游产业政策引领，经济支撑战略地位提升。5月全国旅游发展大会召开，这次会议是党中央首次以旅游发展为主题召开的重要会议，提出着力完善现代旅游产业体系加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳致远。2012-2019年国内旅游收入年均保持双位数稳健增长，目前已形成全球最大国内旅游市场，国际旅游最大客源国和主要目的地。2023年后中央和地方政府将旅游作为扩大内需、提振消费的重要抓手，推动旅游消费快速复苏，围绕全域旅游、智慧旅游、乡村旅游等重点领域推动旅游产品创新升级、目的地资源整合联动、旅游服务秩序引导，促进需求和供给两端的双向发力和良性互动。旅游业贯通消费和生产领域，已逐步成为新兴战略性新兴产业支柱产业，2023年国内旅游收入对GDP贡献率为3.89%，较2019年水平仍有较大空间，预计随国民体验式旅游热情升温叠加2024年出入境游复苏振兴，旅游对国内经济支撑性作用将持续增强。

图1：2023年国内旅游收入GDP贡献度3.89%



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图2：预计2024年出入境游客有望进一步恢复（单位：亿人次）



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

表1：2023年国家重点旅游发展政策/会议情况梳理

重点文件/会议	时间	部门	政策内容
《乡村文化和旅游带头人支持项目实施方案(2023-2025年)》	2023年5月	文旅部	通过加强联系服务、实施项目资助、搭建交流平台、强化教育培训、鼓励创新实践等方式，充分激发带头人发展潜力，进一步加强乡村文化和旅游带头人队伍建设。
《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	2023年9月	国务院办公厅	推进文化和旅游深度融合。引导戏剧节、音乐节、艺术节、动漫节、演唱会、艺术展览、文旅展会等业态健康发展，丰富“音乐+旅游”、“演出+旅游”、“展览+旅游”、“赛事+旅游”等业态。
《国内旅游提升计划(2023-2025年)》	2023年11月	文旅部	加强国内旅游宣传推广、丰富优质旅游供给、改善旅游消费体验、提升公共服务效能、支持经营主体转型升级、深化重点领域改革、提升旅游市场服务质量、加强市场综合监管。
《智慧旅游创新发展行动计划》	2024年5月	文旅部	提出一系列重点任务包括改造升级信息基础设施、加强5G+智慧旅游协同创新发展；提升服务平台运营效能、提升适老化服务水平等；挖掘利用5G技术在视频监控、实时传输、无人驾驶等方面的潜力和优势，拓展旅游领域应用场景。
全国旅游发展大会	2024年5月	-	着力完善现代旅游产业体系加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳致远。

重点文件/会议	时间	部门	政策内容
			致远，提出一三五规划：即走出一条独具特色的中国旅游发展之路；坚持守正创新、提质增效、融合发展三个发展原则、统筹政府与市场、供给与需求、保护与开发、国内与国际、发展与安全五对关系。

资料来源：Mob 研究院、文旅之声、央视新闻公众号、开源证券研究所

智慧旅游创新为产业重点升级方向。智慧旅游作为一种新兴的旅游模式，利用先进的信息技术手段，为游客提供更加个性化、便捷和智能的服务体验，同时也为旅游供给侧带来高效的管理与营销解决方案。2024 年 5 月 6 日，文旅部、国家发改委、国家数据局等多部委联合出台《智慧旅游创新发展行动计划》，计划进一步推动智慧旅游基础设施、提升数字化管理效率、引导线上线下营销、丰富智慧旅游产品，旅游数据资源利用，其核心在于探索互联网、大数据、人工智能、虚拟现实等数字化科技与产业上中下游的有机结合，有助于提升旅游市场整体效能，进一步激发国民旅游兴趣，具体表现在：

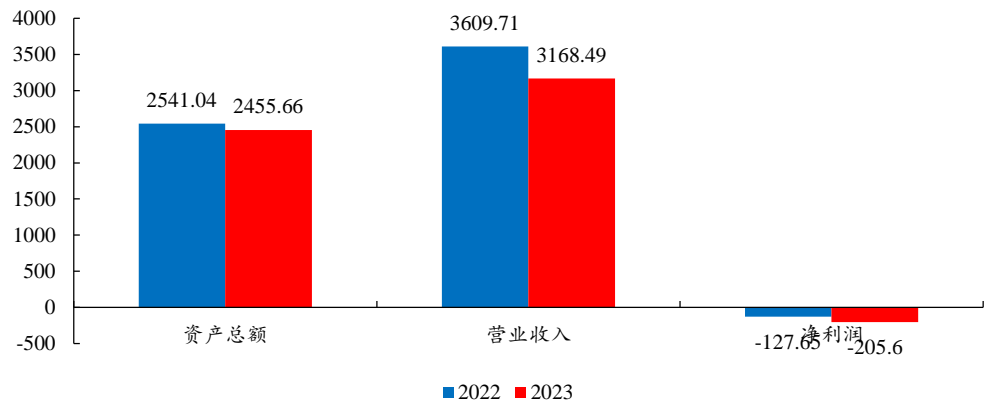
(1) 消费者角度看，国民在线旅游用户规模持续提升，覆盖客群向银发群体延伸；(2) 资源方角度看，景区、度假区、休闲街区、主题公园、博物馆等场所加快应用 AR/VR/MR、元宇宙、裸眼 3D 等技术设备，建设智慧旅游沉浸式体验新空间，培育文旅消费新空间。(3) 平台角度看，更加注重短视频、直播等新媒体的赋能作用，强化创意策划和内容生产，统筹线上线下，实现精准营销。

核心观点：2023 年以来国家层面和地方政府持续加强文旅高质量发展的政策引领，尤其在供给侧智慧化改革的指引较明确。OTA 垂类平台基于产业链承上启下的关键地位，通过供应链和用户端的多年深耕积累，其资源、技术、流量和资金优势较为显著，因此智慧旅游供给侧改革加速推进为 OTA 平台赋能和整合上游，提供策划运营解决方案提供空间，有助于进一步筑深其在资源端绑定和产业链协同壁垒。

受益标的：同程旅行、携程旅行-S。

1.2、罗曼股份：收购交易公告落地，数字文旅竞争力夯实

收购英国 Holovis 资产公告落地。根据公司 5 月 13 日公布的《关于资产收购暨关联交易的公告》，为持续夯实公司在数字文旅、AR/VR 等领域的核心竞争力，进一步提升沉浸式体验、动态捕捉、虚拟仿真、互动技术等领域的研发优势，公司拟以全资子公司罗曼香港为主体，收购目标公司 POD（持有英国 Holovis 100% 股权）85.15% 股权。根据资产评估，目标公司 100% 股东权益价值为 2688 万英镑，本次交易总金额（包含交割付款和或有付款）不超过 2,282.50 万英镑，不构成重大资产重组交易。2023 年目标公司实现营业收入 3169 万英镑，同比下降 12.2%，实现净利润 -205.6 英镑，较上年有所增亏。

图3：2023年目标公司营收下滑，利润端有所增亏（单位：万英镑）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入和利润率考核逐年提升，展现后续发展信心。根据收购公告业绩目标，第一个交易期(2024.7.1-2025.6.30)，累计收入 5215 万英镑，归母扣非净利润 122 万英镑，净利润率相当于 2.3%，业绩达成支付 62 万英镑；第二个交易期(2025.7.1-2026.6.30) 累计收入 6158 万英镑，归母扣非净利润 383.34 万英镑，净利润率相当于 6.2%，业绩达成支付 103.36 万英镑。从订单目标上看，2024 年-2025 年 6 月 30 年新订单（包含变更、替换和延期订单）累计金额达到 6200 万英镑（现价折合人民币约 5.7 亿），展现对目标公司业务拓展发展信心。

表2：2024-2026 年两个交易期利润目标扭亏

业绩期间	业绩目标	业绩达成对价支付金额
第一个交易期 (2024.7.1-2025.6.30)，自 2024 年 1 月 1 日起算	(1) 累计合并收入达到 5215 万英镑； (2) 累计合并净利润和扣非归母净利润达到 122 万英镑； (3) 累计合并息税折旧摊销前利润达 151 万英镑； (4) 2024.1.1-2025.6.30 有关新业务订单累计金额达 6200 万英镑；	62.02 万英镑
第二个交易期 (2025.7.1-2026.6.30)	(1) 累计合并收入达到 6159 万英镑； (2) 累计合并净利润和扣非归母净利润达到 383 万英镑； (3) 累计合并息税折旧摊销前利润达 399 万英镑； (4) 累计新业务订单累计金额达 4700 万英镑；	103 万英镑

资料来源：公司公告、开源证券研究所

本次收购或为公司业务提供多维度赋能。Holovis 专注于全球主题公园、游客景点和企业客户设计和安装世界级的体验式解决方案，其业务有两个主要领域的互补性专长，分别是 AV 专家专注于系统集成和复杂的 AV 设计、安装和调试，以及创意设计和软件团队负责创意设计与落地执行符合市场需求的景点、体验式项目。主要客户包括环球影城、挪威游轮、乐高乐园阿布扎比海洋生物主题公园、大英博物馆、杜莎夫人蜡像馆等。收购成功后有助于为公司提供多维度业务协同：

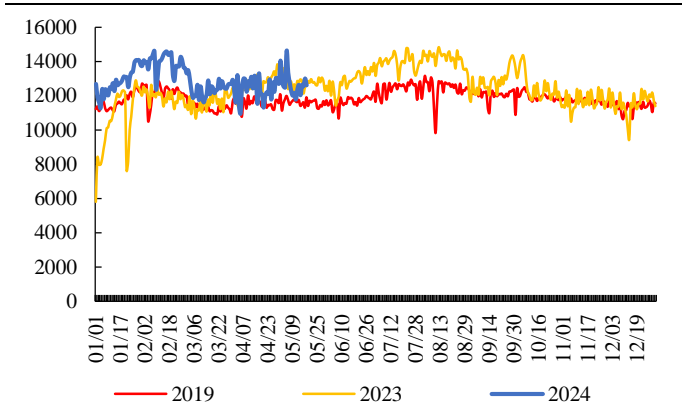
- (1) 目标公司在美国、英国、阿布扎比、日本多国实现项目交付，有助于推动罗曼数字文旅板块全球化布局，并夯实国内主题乐园市场竞争力。
- (2) 目标公司在大数据、人工智能、系统开发领域积累深厚技术能力和人才储备，后续有望向国内平台输送，有助于前沿技术开发和人才团队互补，推出符合全球市场的新平台和新产品。
- (3) 公司传统景观照明业务有望借助目标公司的全球营销服务网络，进一步

向酒店、影城、主题乐园、度假村投资领域客户导入。

1.3、航空：国内航班环比回落，国际航班保持稳定

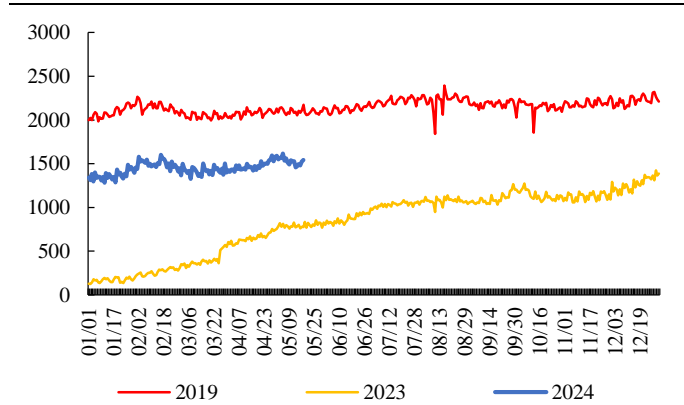
根据航班管家，本周（5.12-5.18）全国日均客运执行航班量 14371 架次，较 2023 年同期增长 5%，环比-1.5%。其中，本周国内客运日均执行航班量 12549 架次，较 2023 年同期-1%，环比-1.3%，5 月国内航班较 2023 年同期持平；本周国际客运日均执行航班量 1500 次，环比-2.7%，恢复至 2019 年同期 71%，5 月国际航班恢复至 2019 年同期 73%。

图4：本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期-1%（单位：架次）



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图5：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 71%（单位：架次）

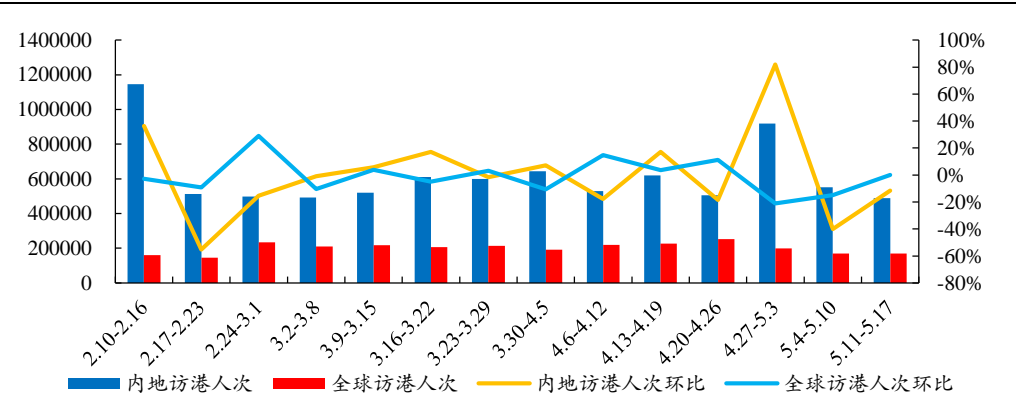


数据来源：航班管家、开源证券研究所

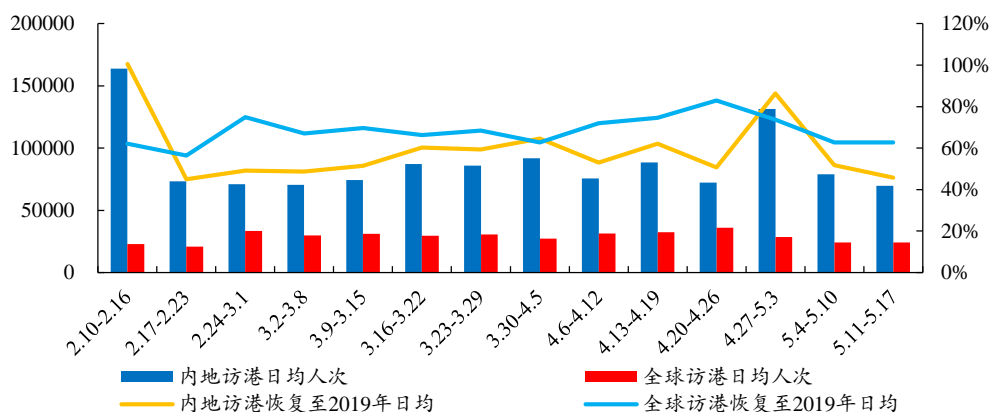
1.4、访港数据追踪：内地访港节后回落，全球访港环比下降

本周（5.11-5.17）内地访客总入境人次达 487930 人，环比-11.6%；全球访客总入境人次（除内地外）169898 人，环比+0.1%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（5 月）日均 45.8%，全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度（5 月）日均的 62.8%。内地访港整周单日峰值 8.13 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 2.8 万人次。

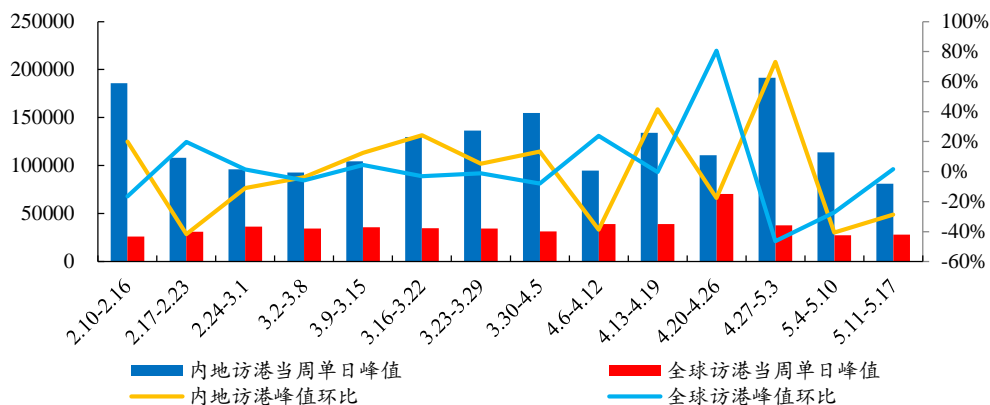
图6：近一周内地/全球访港人数环比-11.6%/+0.1%（单位：人次）



数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图7：近一周内地/全球访港人数恢复至2019年的45.8%/62.8%（单位：人次）


数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图8：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-28.6%/+1.7%（单位：人次）


数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

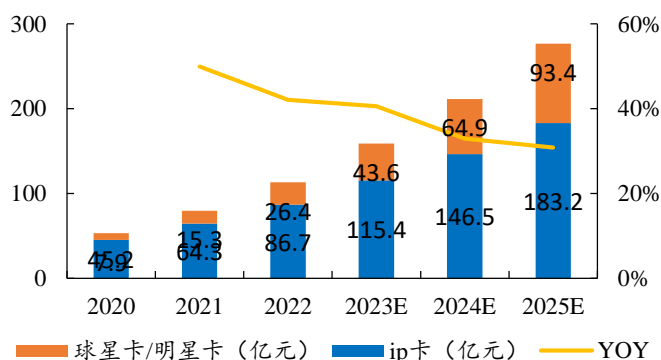
2、IP卡牌：卡牌市场规模过百亿，社交属性+直播间助推

2.1、市场规模：行业规模过百亿，预计未来三年增速超30%

2022年中国收藏卡行业市场规模超过100亿元，同比增长42.1%。预计到2025年，其市场规模将来到276.6亿元，保持30%+的同比增速。抖音直播拆卡是撬动卡牌市场迅速膨胀的推手之一。据虎嗅报道，抖音直播拆卡行业流水从2020年2亿上涨到2023年上半年30亿。

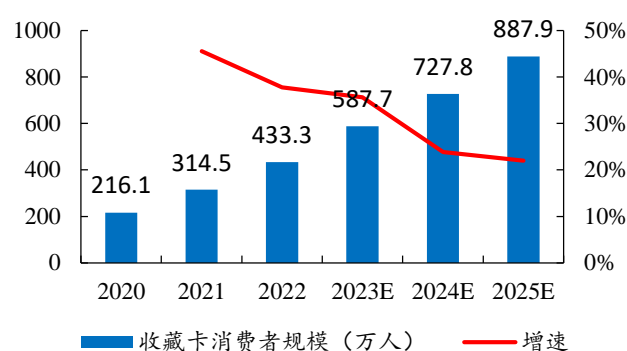
2022年中国收藏卡消费者规模433.3万人，同比增长37.8%。基于体育、动漫、影视、音乐领域庞大的粉丝基础，以及奥特曼、宝可梦航海王等重量级IP的广泛受众，未来几年，国内收藏卡的消费者规模仍将保持高速增长。

图9：2022年中国收藏卡行业市场规模超过100亿元



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图10：2022年中国收藏卡消费者规模433.3万人

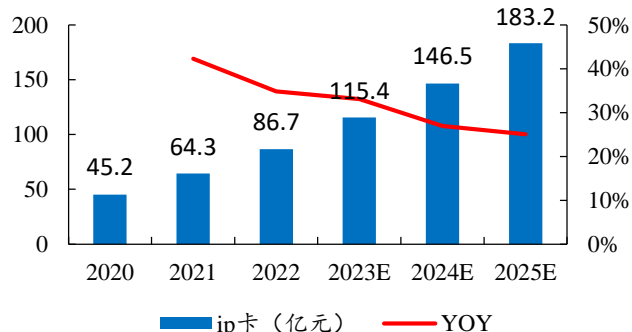


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2022年中国IP卡行业市场规模达到86.7亿元，同比增长34.9%，预计在2025年其市场规模将超过180亿。传统二次元作品及新IP源源不断的产出，持续为IP收藏卡市场注入活力，推动国内IP卡消费市场持续增长。

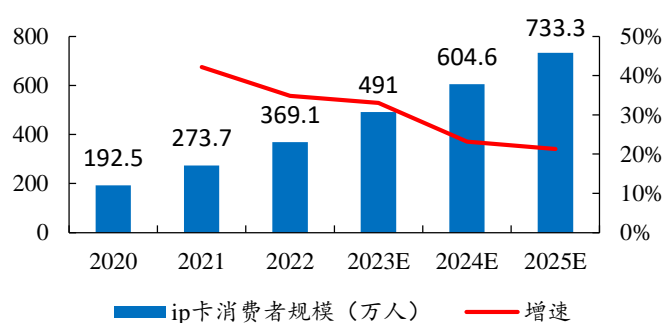
2022年中国IP卡消费者规模369.1万人，同比增长34.9%。IP卡目前的消费主力主要分为两部分，八零后九零后逐渐成为消费中坚力量，开始为儿时情怀进行消费；另外还有一部分是父母为孩子进行的相关卡牌消费，最典型的就奥特曼卡牌，这两部分消费群体是国内IP卡市场崛起的核心。

图11：2022年中国IP卡行业市场规模达到86.7亿元



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图12：2022年中国IP卡消费者规模369.1万人



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2、行业玩家：互联网大厂入局，关注华立科技

2022年开始，卡牌公司成为资本市场的热点方向。

(1) **卡游**：IP收藏卡牌领域的重要企业，成立于2018年，主打奥特曼系列卡牌，2020年营收达到30亿，净利润约为12亿元-15亿元。2022年，卡游的年收入超过40亿，成为国内集换式卡牌领域的领头羊。

(2) **Hitcard**：创立于2021年，该年12月到2022年年底，一年时间Hitcard密集拿到四轮融资，投资方不乏泡泡玛特、红杉这样的明星公司或投资机构。

(3) **集卡社**：母公司杰森动漫，2024年2月拿到B站独家投资。集卡社相关负责人表示：“对平台来说，投资投的是赛道”，集卡社是赛道里的头部企业。

(4) **华立科技**：热门IP包括《宝可梦》《奥特曼》《我的世界》，其销售的卡牌

主要是代理自日本企业，比如万代、多美、Marvelous 开发的产品。2023 下半年，华立科技推出了新品《火影忍者斗牌世界》，以及将三国 IP 元素与游艺机进行融合的自研产品《三国幻战》。

(5) Suplay: 成立于 2019 年，于 2021 年先后获得吉相资本数百万美元融资、米哈游约千万美元融资，此前还获得过 LITTLE JOY、源码资本的投资。Suplay 全资拥有潮玩设计制造厂牌嘿粉儿、卡牌厂牌 Kakawow，孵化合作了 kiki、水波蛋、winni 等潮玩 IP，合作 IP 包括故宫文化、三丽鸥、原神等。

表3：红杉、哔哩哔哩等投资卡牌公司

公司	投资方	IP 储备
卡游	红杉中国	奥特曼、哈利波特、变形金刚、斗罗大陆、圣斗士星矢、柯南等
集卡社	Bilibili	迪士尼、全职高手、斗破苍穹、铃芽之旅、鬼灭之刃、星球大战、霍比特人、皮克斯等
Hitcard	泡泡玛特、红杉种子基金	泡泡玛特、魔鬼猫、虹猫蓝兔七侠传、盗墓笔记、QQ 等
华立科技	A 股	宝可梦、奥特曼等，自研《三国幻战》
suplay	米哈游、源码资本、吉相资本	故宫文化、三丽鸥、迪士尼

资料来源：创业邦公众号、开源证券研究所

2.3、驱动因素：IP 与卡牌深度绑定，社交属性+直播助推

(1) 受众范围广泛：收藏卡牌基于体育、动漫、影视、音乐等领域庞大的粉丝基础，以及奥特曼、宝可梦、航海王等重量级 IP 的广泛受众，吸引了不同年龄层和兴趣爱好的消费者。

(2) 情绪价值：收藏卡牌不仅具有收藏价值，还能提供丰富的情绪价值，消费者在拆卡过程中获得满足感。

(3) 投资价值：收藏卡牌因其稀有性和收藏属性，提升了其投资价值。随着市场参与者的增加，特定卡牌的需求持续增加，从而催生出一定的投资价值。

(4) 直播和社交媒体的影响：随着直播行业的盛行，不少卡牌经销商和爱好者利用直播平台引流卖货，传播卡牌文化，吸引了更多消费者的兴趣。

(5) IP 与卡牌的深度绑定：卡牌行业与 IP 内容深度绑定，卡牌成为了 IP 出圈和维持热度的新领域，而 IP 也因为收藏卡牌的强势上涨趋势提高了自身知名度。

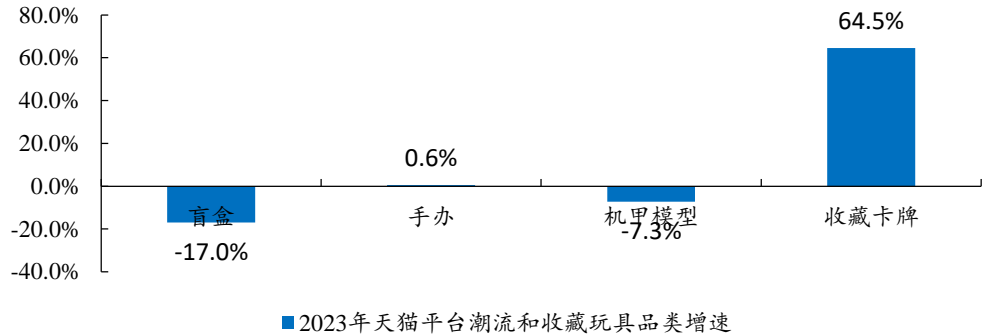
(6) 文化和生活方式的体现：收藏卡牌成为了一种基于热爱和珍藏的文化和生活方式，它不再仅仅是一张卡片，而是成为了一种表达收集爱好的方式，或是对情怀、回忆的记录。

(7) 社交货币和自我表达：收藏卡牌自带盲盒属性，提供了超出预期的精神愉悦，并且与 IP 深度绑定，成为身份认同和社交桥梁的一种形式。

2.4、销售高增：天猫、抖音平台收藏卡牌销售额高增

2023 年天猫平台潮流和收藏玩具品类中，收藏卡牌销售额同比增幅最大，为 64.5%。收藏卡牌销售均价同比增幅最大，为 35.5%；盲盒 TOP5 品牌集中度为 47.6%；手办 TOP5 品牌集中度为 51.7%。

图13：2023 年天猫平台收藏卡牌销售额同比+64.5%



数据来源：《2024 中国玩具和婴童用品行业发展白皮书》、开源证券研究所

拆卡赛道诞生百亿几倍抖音直播间。直播间“九欧拆卡”目前在抖音上有 137.2 万粉丝，其抖音店铺主页显示，橱窗中的卡牌盲盒已有 11.6 万件销量。午夜时分，上万人蹲在拆卡直播间，为巴掌大的卡牌上头。灰豚数据显示，近 30 天，九欧拆卡场均观看人数超过 40 万，场均直播销量 200-500 件，直播总销售额在 100 万-250 万区间内。数据平台显示，除了九欧拆卡这样的头部主播月销售额百万以上，还有不少中腰部主播单月销售额也能达到数十万级别。

3、高教：多维度显示高教拐点已至，政策持续消化，内生强劲外延可期

3.1、历史复盘：明确允许关联交易，分红不确定性逐步移除

（一）政策雾霾阶段：自 2017 年多家高教公司在港上市，股价持续走高。2018 年 8 月，司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，市场担忧未来政策将限制外延并购、关联交易、规范 VIE 架构的资金运作，并在未来收购兼并中不得采用 VIE 架构，政策不确定性引发担忧，股价大幅受挫。

（二）磨底过渡阶段：2019 年政策影响逐渐缓解，阶段内高教收购案例较往年更多，部分公司发展重心从 K12 向高教倾斜，期间出台《高职扩招专项工作实施方案》、《中国特色高水平高职学校和专业建设计划》等 17 项教育相关政策文件，指明国家鼓励职教发展方面不变。

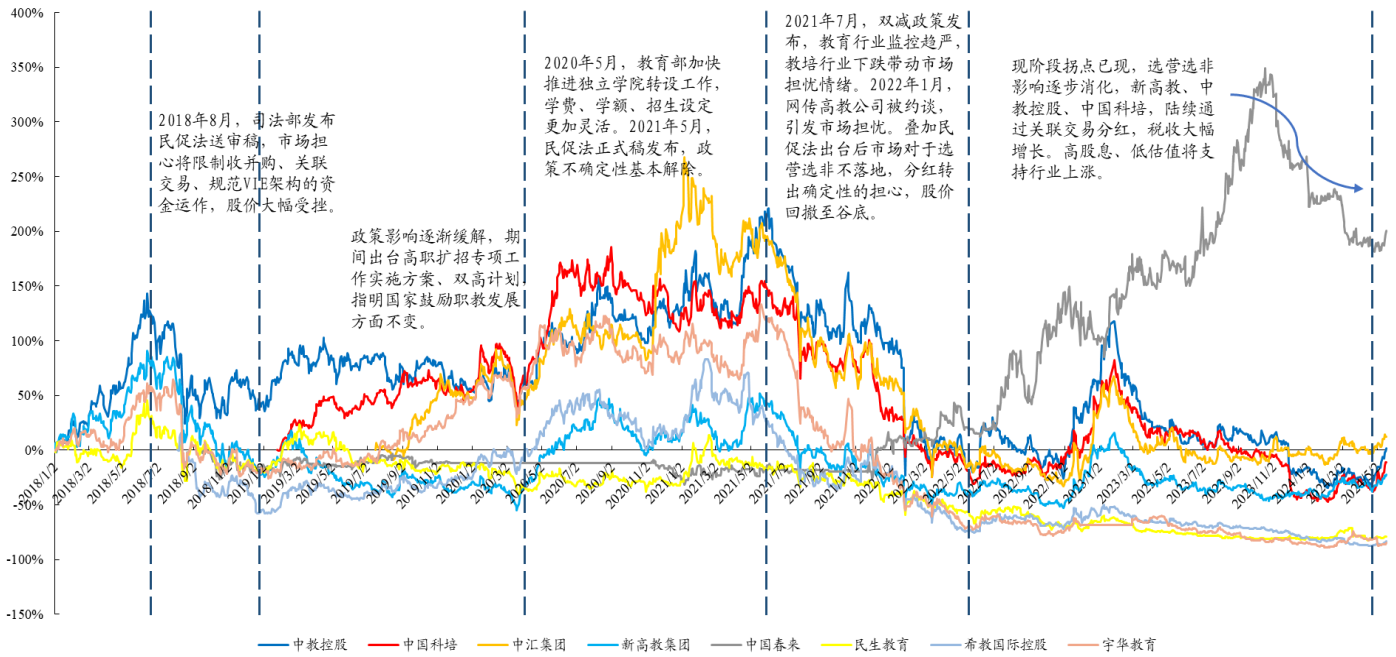
（三）推进转型阶段：2020 年 5 月，教育部《发布关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，丰富可收并购标的，并对按期完成转设的高校，在招生等方面给予倾斜支持。2021 年 5 月，民促法正式稿发布，送审稿中关于收购兼并、协议控制的相关表述全部删除，并允许除义务教育阶段以外的民办学校，开展公平、公开、公允的关联交易，政策不确定性基本解除。

（四）行业重挫阶段：2021 年 7 月，发布《关于进一步减轻义务教育阶段学生

作业负担和校外培训负担的意见》，教育行业监管趋严，教培行业快速下跌引发市场对整个教育板块的担忧情绪。2022年1月，做空邮件引发市场对VIE架构合法性、能否进行收并购学校资产、能否扩大办学规模产生担忧。叠加民促法出台后市场对于选营选非不落地，分红转出确定性的担忧，及公司自身业绩不佳、配售融资等因素，股价回撤至谷底。

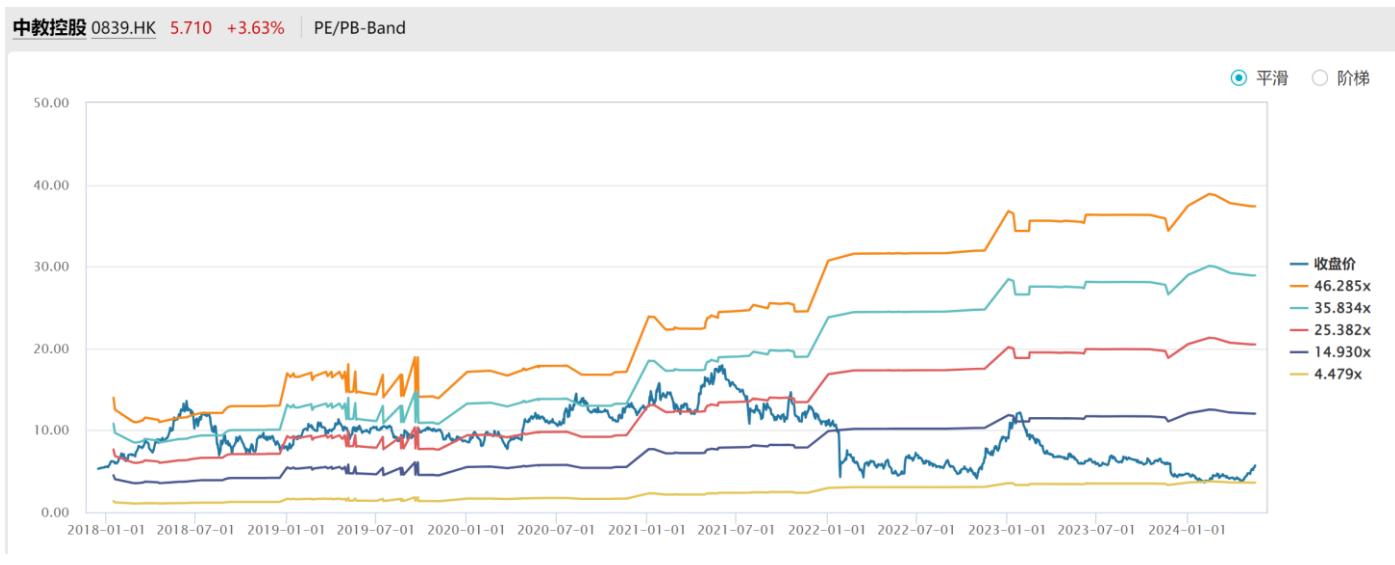
（五）板块拐点阶段：现阶段拐点已现，选营选非影响逐步消化，新高教、中教控股、中国科培，公司税收大幅增长，验证公司已陆续通过关联交易分红。上海于2018年完成选营选非，时隔5年正式收税，江西、黑龙江、四川、海南等多地加速推进。股价回调三年至今，K12公司股价已大幅回弹，投资者对政策风险及影响已消化，公司亦打通关联交易保证分红持续性。**目前一二级高教资产估值倒挂，一级高教资产的PE估值在13-15倍，更看好高教资产稳定现金流属性，高教行业高股息、低估值将支撑板块股价拐点。**

图14：自2021年“双减”以来，叠加做空邮件，高教板块公司股价已回调近3年时间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021年7月前，中教控股 PE（盈利预测）稳定在 25-35 倍



数据来源：Wind

3.2、政策进展：多省积极推进选营选非，过渡节点后有望加速

2023 年为多数省份的过渡期节点，后续政策推进有望加速。根据中国高教研究对 643 所民办高校的数据分析，截至 2023 年 5 月，选择营利性的有 69 所，占比 10.7%；选择非营利性的有 110 所，占比 17.1%；尚未启动选择程序的有 464 所，占比 72.2%。多数民办高校仍尚未做出最终选营选非决策。在已经做出路径选择的民办高校中，有一部分是 2016 年 11 月 7 日之后新设立的高校。对于这些新设立的高校，由于产权清晰、章程完备、流程明确，做出路径选择相对容易。

已经完成和基本完成的省份包括黑龙江、上海、重庆等，均未完成的省份包括北京、河北、内蒙古等，部分完成、部分尚未完成的省份包括天津、山西、江西等。

表4：江西、黑龙江等多个省份积极推进选营选非

省份	高校数量	营利性	非营利性	尚未完成	过渡期节点
北京	16	—	—	16	2022 年 9 月 1 日
天津	12(2 所停止招生)	—	6	6	2020 年 9 月 1 日
河北	35	1(新设)	3(新设)	31	2022 年 9 月 1 日
山西	14	6	3	5	2023 年 7 月 23 日
内蒙古	10	—	—	10	2023 年 9 月 1 日
辽宁	31	—	—	31	未设过渡期
吉林	20	—	4	16	2022 年 9 月 1 日
黑龙江	18	12	6	0	2022 年 9 月 1 日
上海	17	6	11	0	2021 年 12 月 31 日
浙江	31	—	—	31	2022 年 12 月 31 日
安徽	28	1(新设)	8	19	2022 年 12 月 31 日
福建	37	—	—	37	2022 年 12 月 31 日
江西	24	11	10	3	2022 年 9 月 1 日
山东	42	1(新设)	1(新设)	40	2022 年 9 月 1 日

省份	高校数量	营利性	非营利性	尚未完成	过渡期节点
河南	44	—	—	44	2022年12月31日
湖南	16	8	5	3	2022年8月31日
广东	51	—	1(新设)	50	未设过渡期
广西	23	—	—	23	2022年12月31日
海南	9	2	6	1	2022年8月31日
重庆	29	6	23	0	2022年9月1日
四川	52	1(新设)	—	51	选择非营利性:2021年9月1日; 选择营利性:2023年9月1日
贵州	15	1(新设)	1(新设)	13	未设过渡期
云南	21	13	7	1	2021年11月7日
陕西	32	—	—	32	2022年9月1日
甘肃	6	0	6	0	2022年9月1日
青海	1	—	1(2024年停止招生)	—	未设过渡期
宁夏	4	—	4	0	2022年12月31日
新疆	5	—	5	0	2022年12月31日
合计	643	69	110	464	—

数据来源：中国高教研究《民办高校分类管理的发展态势、现实困境及推进策略》（杨程）、开源证券研究所

3.3、公司对比：关注中教控股、中国科培、中汇集团

3.3.1、分红比例：FY2024H1，中教控股>中汇集团>中国春来>中国科培

表5：中教控股、中国科培、中汇集团、中国春来支付 FY2024 中期股息

分红比例 (%)						
股票代码	公司名称	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
0839.HK	中教控股	80.56%	52.94%	43.96%	56.10%	46.04%
1890.HK	中国科培	35.29%	--	30.50%	--	28.37%
0382.HK	中汇集团	30.68%	29.68%	31.99%	29.48%	29.51%
2001.HK	新高教集团	36.59%	37.44%	50.67%	48.64%	--
1969.HK	中国春来	--	--	20.61%	9.25%	28.44%
1569.HK	民生教育	28.64%	33.43%	33.78%	27.10%	N/A
1765.HK	希教国际控股	54.94%	--	--	--	--
6169.HK	宇华教育	250.04%	41.27%	--	--	--

数据来源：Wind、开源证券研究所（分红比例=分红金额/净利润，均以人民币计价；民生教育 FY2024 半年报未出）

表6：FY2024H1 中教控股、中国科培的税率增加，侧面印证逐步打通关联交易

所得税税率 (%)						
股票代码	公司名称	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
0839.HK	中教控股	2.64%	2.59%	1.68%	1.28%	7.40%
1890.HK	中国科培	-0.52%	12.89%	3.77%	1.12%	5.89%
0382.HK	中汇集团	5.35%	2.95%	1.18%	0.17%	2.07%
2001.HK	新高教集团	11.87%	12.70%	15.71%	16.85%	18.50%

所得税税率 (%)						
1969.HK	中国春来	4.64%	0.50%	0.57%	0.55%	0.99%
1569.HK	民生教育	11.64%	8.19%	6.08%	62.34%	
1765.HK	希教国际控股	27.99%	10.01%	24.35%	30.96%	28.28%
6169.HK	宇华教育	-3.29%	-0.51%	-0.77%	-0.14%	-2.41%

数据来源：Wind、开源证券研究所（所得税税率=所得税/除税前溢利；民生教育 FY2024 半年报未出）

3.3.2、偿债能力：中教控股、中国科培、中汇集团偿债能力更优

表7：各家有息负债率均在30%以下

有息负债率 (%)						
股票代码	公司名称	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
0839.HK	中教控股	28.41%	31.16%	26.48%	24.07%	24.67%
1890.HK	中国科培	11.94%	21.58%	28.70%	23.60%	14.18%
0382.HK	中汇集团	21.17%	21.80%	23.04%	21.37%	20.78%
2001.HK	新高教集团	32.37%	37.83%	36.59%	29.30%	29.88%
1969.HK	中国春来	47.77%	46.86%	40.76%	33.63%	28.39%
1569.HK	民生教育	21.69%	17.37%	19.72%	18.81%	
1765.HK	希教国际控股	25.08%	25.18%	27.28%	25.50%	28.55%
6169.HK	宇华教育	11.75%	9.54%	5.57%	12.15%	10.26%

数据来源：Wind、开源证券研究所（有息负债率=有息负债/总资产；民生教育 FY2024 半年报未出）

表8：中教控股、中国科培、中汇集团流动比率显著高于其他公司

流动比率 (%)						
股票代码	公司名称	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
0839.HK	中教控股	149.19%	94.03%	81.11%	84.71%	76.62%
1890.HK	中国科培	192.56%	54.64%	63.48%	64.31%	71.07%
0382.HK	中汇集团	122.28%	73.84%	72.55%	82.58%	75.85%
2001.HK	新高教集团	55.28%	51.43%	46.67%	32.62%	29.92%
1969.HK	中国春来	23.65%	25.34%	38.70%	59.67%	56.59%
1569.HK	民生教育	134.67%	118.99%	109.00%	114.24%	
1765.HK	希教国际控股	117.52%	83.14%	59.92%	44.01%	37.93%
6169.HK	宇华教育	118.54%	86.61%	94.90%	77.17%	34.03%

数据来源：Wind、开源证券研究所（流动比率=流动资产/流动负债；民生教育 FY2024 半年报未出）

3.3.3、学校质量及成长性：因一二级估值倒挂收并购暂缓，各家营收增长降速

表9：近年来中教控股、中汇集团的营收增速较快

营收同比增速 (%)						
股票代码	公司名称	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
0839.HK	中教控股	37.00	37.50	29.17	18.08	18.34
1890.HK	中国科培	21.43	-22.60	114.47	5.40	10.41
0382.HK	中汇集团	13.61	56.44	34.70	17.02	19.27
2001.HK	新高教集团	-33.75	107.51	28.33	10.27	13.77
1969.HK	中国春来	25.58	48.33	25.64	14.42	8.71
1569.HK	民生教育	10.12	116.22	-1.67	-0.07	
1765.HK	希教国际控股	-34.50	166.52	30.91	17.71	5.55

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

营收同比增速 (%)

6169.HK	宇华教育	40.53	11.17	5.39	0.00	5.43
---------	------	-------	-------	------	------	------

数据来源: Wind、开源证券研究所 (民生教育 FY2024 半年报未出)

表10: 除民生教育、希教控股、宇华教育以外, 其他高教公司盈利能力优异
净利润率 (%)

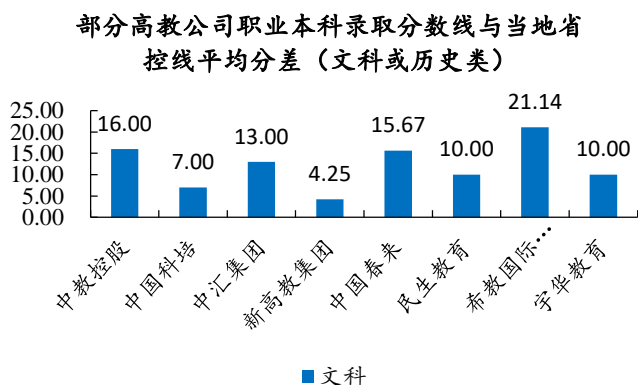
股票代码	公司名称	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
0839.HK	中教控股	25.76	38.43	39.10	26.37	34.18
1890.HK	中国科培	58.40	39.57	46.29	45.44	47.65
0382.HK	中汇集团	35.38	36.42	36.72	34.85	30.48
2001.HK	新高教集团	26.00	34.49	28.60	29.03	29.73
1969.HK	中国春来	19.25	56.18	41.07	44.05	43.87
1569.HK	民生教育	11.26	24.77	21.43	5.07	
1765.HK	希教国际控股	13.10	24.71	14.12	5.70	10.44
6169.HK	宇华教育	13.29	37.62	47.50	47.74	15.48

数据来源: Wind、开源证券研究所 (民生教育 FY2024 半年报未出)

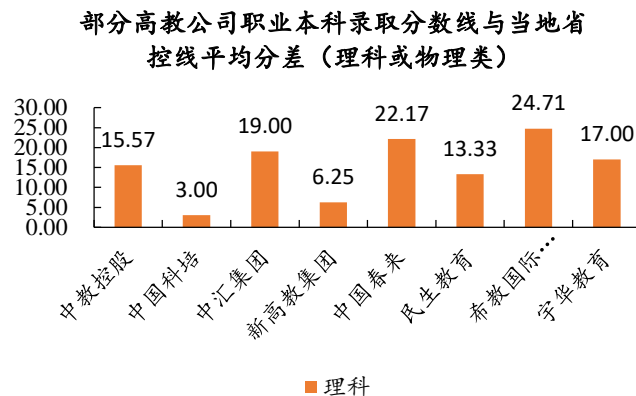
表11: FY2024H1 中教控股、中国科培、中汇集团的归母净利润同比增长 9.62%、6.66%、13.23%
归母净利润同比增速 (%)

股票代码	公司名称	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
0839.HK	中教控股	6.85	128.02	27.77	-25.20	9.62
1890.HK	中国科培	23.78	-51.81	158.76	5.55	6.66
0382.HK	中汇集团	34.47	41.93	37.17	8.97	13.23
2001.HK	新高教集团	-54.74	224.64	9.19	13.43	10.62
1969.HK	中国春来	-14.21	329.43	-9.01	23.93	16.03
1569.HK	民生教育	-61.52	338.81	-15.05	-71.66	
1765.HK	希教国际控股	-75.66	407.87	-26.57	-52.75	-47.74
6169.HK	宇华教育	-57.97	304.49	36.53	0.80	-67.06

数据来源: Wind、开源证券研究所 (民生教育 FY2024 半年报未出)

图16: 2023 年中教控股本科院校录取分数线较当地省控线高 16 分 (文科)


数据来源: 中国在线教育网站、各公司官网、开源证券研究所

图17: 2023 年中教控股本科院校录取分数线较当地省控线高 15.57 分 (理科)


数据来源: 中国在线教育网站、各公司官网、开源证券研究所

4、餐饮：特海完成赴美上市，百胜试点萨莉亚模式

4.1、特海国际赴美双重上市，一季度经营表现亮眼

成功登陆纳斯达克，加快海外扩张步伐。5月17日，海底捞旗下特海国际美国纽交所IPO首日上漲14%，收盘价报22.29美元，此前给出的IPO发行价为每份ADS 19.56美元。截至2024年一季度，特海国际已有自营门店119家，较2023年末新增4家，开店加速，继续开拓中式火锅的国际市场，目前已扩展至遍布四大洲13个国家。特海国际表示，本次募集所得资金净额的约70%将用于提升品牌并扩大全球餐厅网络，10%将用于投资供应链管理，例如建设更多的中央厨房；约10%将用于研发，以增强数字化和其他技术在餐厅管理中使用；剩余约10%将用于营运资金和其他一般公司用途。

一季度经营表现亮眼，剔除其他净亏损影响利润率同比持平。特海国际2024Q1翻台率3.9，2023Q1为3.3，同比增长18.18%，其中东亚同比增长23.88%，北美同比提升明显，经营改革成果显著。2024Q1收入为1.88亿美元，同比增长16.6%，收入不及客流和翻台率的增长，主因客单价因汇兑原因，由2023Q1的26美金下降到24.9美金。尽管营业收入增长，公司一季度期内溢利为-454.5万美元，净利润率为-2.4%，而2023年同期为3.5%。亏损主因是汇兑亏损的1300万美元，而2023年同期为180万美元，导致其他净亏损额占收入的比重由2023Q1的-0.7%上升到-6.6%。若剔除其他净亏损额的影响，公司2024Q1的期内溢利为778.9万美元，净利润率为4.2%，同比持平。

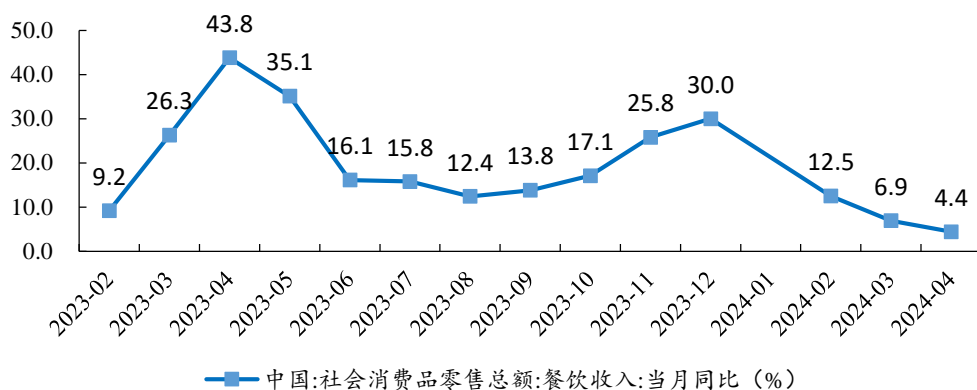
表12：2024Q1 特海国际同店平均翻台率同比+18.18%

	2023Q1	2024Q1	YOY
总客流量（百万人次）	6	7.3	21.67%
同店销售额（千美元）	151,525	166,718	10.03%
同店平均日销售额（千美元）	16.4	17.7	7.93%
同店平均翻台率（次/天）	3.3	3.9	18.18%

数据来源：特海国际公司公告、开源证券研究所

4.2、餐饮行业整体持续复苏，百胜、呷哺降价换量

4月服务消费增势良好，餐饮行业持续复苏。近日国家统计局发布2024年4月国民经济运行数据，4月份餐饮收入3915亿元，同比增长4.4%，延续疫情后的复苏态势。

图18：2024年4月全国餐饮收入为3915亿元，同比增长4.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

连锁餐饮客单价向下，餐饮消费倾向性价比、质价比。必胜客在广州试点新模式餐厅 Pizza Hut Wow，整体价位大幅下调至最低6元，价位与萨莉亚相当，更强调性价比、质价比。这是为完成百胜中国的三年内保持每年400-500家净新增店数目标，探索更灵活的门店形态的新尝试之一。呷哺呷哺5月15日公示新菜单，显示套餐均价降幅超过10%，平均客单价不超过60元，呷哺呷哺方面称，目前整个餐饮消费市场趋于理性，小火锅赛道更是如此，回归更低价格区间的赛道可获得更多机遇。

5、酒店：华住一季度收入增长超预期，中国酒店连锁化仍有上升空间

5.1、华住集团一季度收入增长超预期，下沉策略将带来更多增量机会

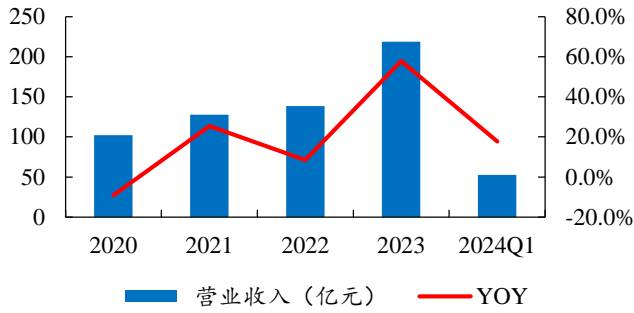
一季度收入增长超预期，关键业务指标均实现同比增长。从收入和盈利上看，华住集团2024年第一季度收入53亿元人民币，同比增长17.8%，超出预期公布的12%至16%的指引。集团整体净利润为6.59亿元人民币，同比下降33.43%，环比下降11.31%；其中来自Legacy-Huazhu分部的归属于华住集团有限公司净利润为8.33亿元人民币，同比下降30.58%，环比上升0.73%；来自Legacy-DH分部的归属于华住集团有限公司净亏损为1.74亿元人民币。2024年第一季度，酒店营业额为197亿元，同比增加21.1%。从关键业务指标上看，一季度日均房价(ADR)为280元，同比增长1%；入住率(OCC)为77.2%，同比增长1.6个百分点；混合平均可出租客房收入(RevPAR)为216元，同比增长3.1%。

表13：华住集团一季度三项关键业务指标均实现同比增长

	2023Q1	2024Q1	YOY
日均房价(ADR)	277	280	1%
入住率(OCC)	75.60%	77.20%	+1.6pct
混合平均可出租客房收入(RevPAR)	210	216	3.10%

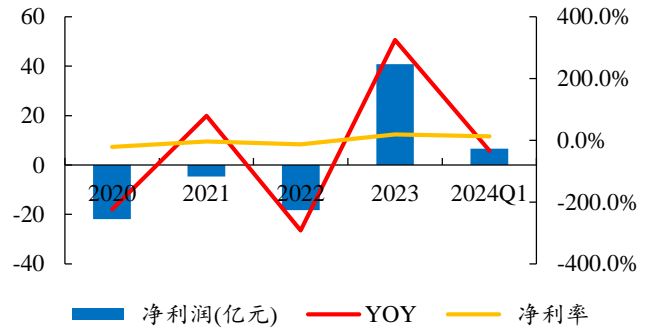
数据来源：华住公司公告

图19: 华住 2024Q1 收入同比+17.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 华住 2024Q1 净利润同比-33.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

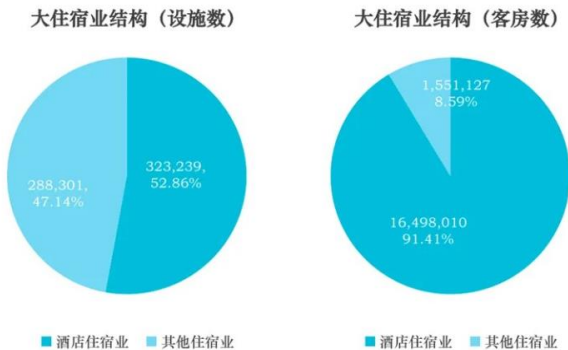
华住中国酒店数量及覆盖城市数量较 2023 年同期增加，下沉市场将带来发展机遇。截至 2024 年一季度末，华住中国的中高档在营酒店数量达到 686 家，同比增长 28%，环比增长 6%；待开业有 430 家，同比增长 81%，环比增长 11%。同时，华住中国已覆盖全国 1290 个城市，较 2023 年同期增加 158 个城市，同比增长 13.96%。随着近两年“反向游”、小城游逐步起势，华住中国的下沉策略有望带来更多的增量机会。

5.2、《2024 年中国酒店业发展报告》发布，酒店连锁化率提升至 41%

截至 2023 年 12 月 31 日，中国住宿业设施总数为 61.1 万家，客房总规模 1804.9 万间。其中酒店业设施 32.3 万家，客房总数 1649.8 万间，平均客房规模约 51 间，酒店业设施和客房数分别占我国住宿业的 52.86%和 91.41%。从中国酒店业档次分布的总体情况来看，经济型(二星级及以下)占比最高，达 78.51%，设施数为 25.4 万家。

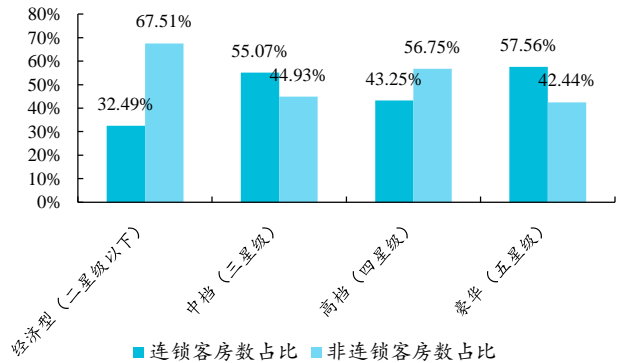
报告将同一品牌 3 家(含)门店以上设定为连锁酒店，中国酒店业设施 32.3 万家，其中连锁酒店数约 9.06 万家；中国酒店客房总数约 1650 万间，其中连锁客房数约 676 万间，连锁化率约为 40.95%，对比发达国家酒店品牌连锁化率可达 60%以上，中国酒店品牌化仍有较大空间。按酒店档次划分，豪华(五星级及以上)的酒店连锁化率最高，占 57.56%，但仍不及发达国家水平。

图21: 中国酒店业占住宿业设施数整体规模已超 50%



资料来源: 《2024 年中国酒店业发展报告》

图22: 在所有酒店档次中，豪华型酒店连锁化率最高



资料来源: 《2024 年中国酒店业发展报告》

6、美丽：格局优化+国产替代，把握增量细分赛道

美妆大盘增速放缓下，中小品牌市占率收缩，头部美妆品牌市占率上升。2024年1-4月美妆大盘（淘系+京东+抖音+快手）GMV1626.9亿元/yoy-0.6%，其中中小美妆品牌占美妆行业总GMV的52.8%，市占率较2023年同期下降6.08pct，较上一周期下降1.73pct，而头部美妆品牌2024年1-4月GMV382.77亿元/yoy+20%，增速高于大盘且市占率进一步提升。

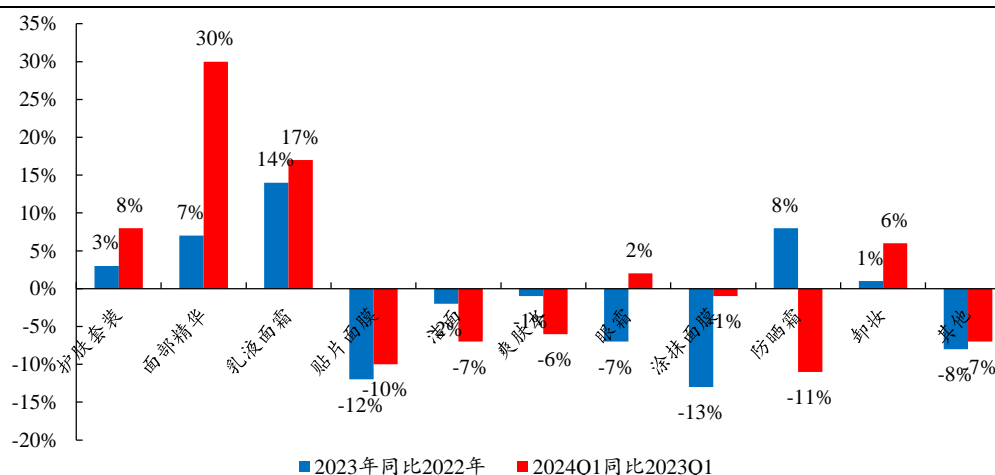
表14：头部美妆品牌

	美妆大盘	中小品牌	头部美妆品牌
GMV	1626.9	858.68 亿元	382.77
GMV 同比	-0.60%	-10.9%	20%
GMV 环比	-23.10%	-25.5%	-20.50%
市占率		52.8%	23.50%
相较于上个周期市占率变化		下降 1.73 个百分点	上升 0.78 个百分点
相较于去年同期市占率变化		下降 6.08 个百分点	上升 4.04 个百分点

资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所（取数范围：淘系、京东、快手、抖音；取数时间：2024年1-4月/2023年1-4月/2023年9-12月；中小美妆品牌为淘系、京东、抖音、快手4个平台总GMV排名100名以后的品牌）

细分赛道中套装、精华、乳液面霜品类增速亮眼。美妆线上三级品类中理性消费趋势下优质大单品“囤货”套组热销，且顺应懒人护肤客群需求，护肤套装保持细分品类中份额第一，2024Q1护肤套装GMV同比+8%，护肤高频化、精准护理风潮兴起，不同功效的成分复配形成多种配方体系，产品从单一功效发展为集抗老+修护+保湿等热门功效组合体，兼具刚需高频和高功效特性的面部精华品类销售额快速增长，2023年/2024Q1面部精华品类GMVyoy+7%/+30%，乳液面霜为仅次于护肤套装、面部精华的第三大体量细分品类，2023/2024Q1三平台GMVyoy+14%/17%。

图23：护肤套装、面部精华和乳液面霜为主要增量赛道



数据来源：久谦、开源证券研究所

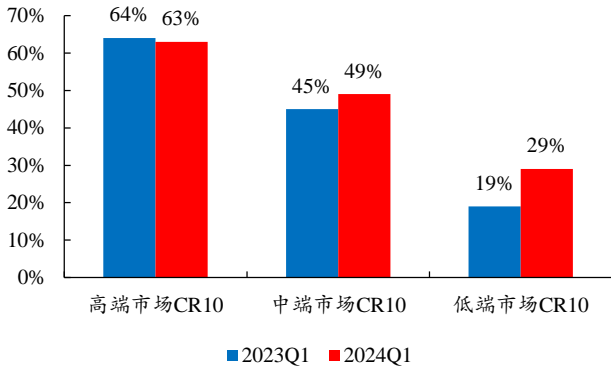
高端市场集中度较高，海外品牌仍占据主导地位。高端市场品牌壁垒相对较高，整体集中度高于中端市场和低端市场。当前头部市场仍主要由外资品牌主导，但传统高端品牌雅诗兰黛、兰蔻、SK-II销售额下滑，而海蓝之谜、赫莲娜、伊菲丹及TOP10以外的其它品牌销售额同比上升，伊菲丹作为国产企业在高端市场布局品牌，

看好其在高奢市场的份额进一步提升。推荐标的：水羊股份。

中端市场为国产替代优势赛道，韩束补位平价市场带动平价护肤市场集中度上升。中端市场为国产品牌率先突围赛道，2024Q1 珀莱雅/谷雨/自然堂/可复美线上三平台 GMV_{yoy}+45%/+60%/+18%/+53%，珀莱雅超越欧莱雅跻身中端 Top1，而海外品牌欧莱雅、科颜氏、资生堂、玉兰油等品牌增速式微。平价市场由于进入壁垒相对较低，整体集中度相对较低，而韩束把握尾部企业出清窗口期，通过套装组合销售实现 GMV 倍速增长和市占率明显上升，拉高平价市场集中度。

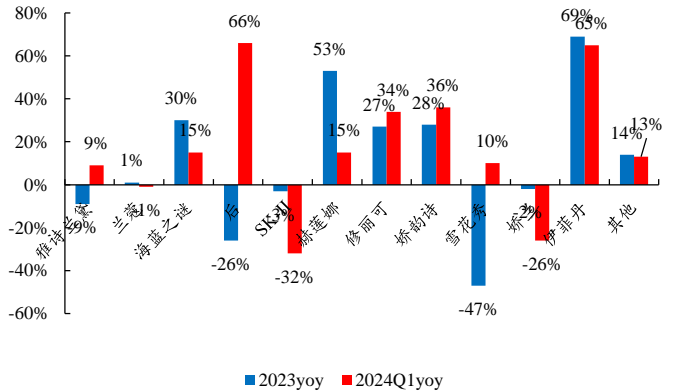
看好布局精华、面霜等增量细分赛道，618 大单品重组胶原蛋白敷料、重组胶原蛋白次抛精华和新品焦点面霜有望大促实现高增的可复美品牌和布局胶原蛋白抗衰赛道的可丽金品牌。受益标的：巨子生物。

图24：高端市场集中度相对高于中端和平价市场更高



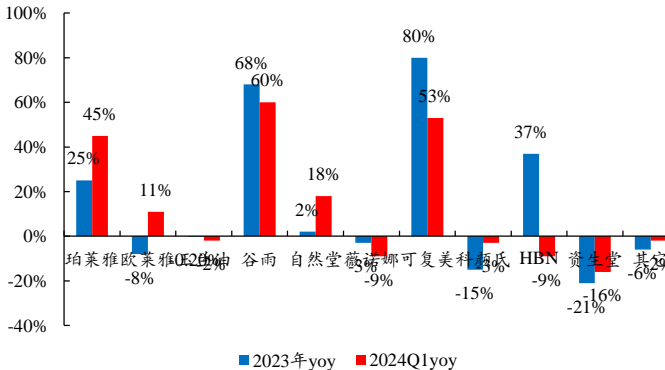
数据来源：久谦、开源证券研究所（高端护肤品牌主要产品 ASP>400 元，中端护肤品牌主要产品 ASP 位于 200-400 元，低端护肤品牌主要产品 ASP<200 元）

图25：高端市场中海蓝之谜、赫莲娜、修丽可、娇韵诗等品牌销售额同比增长较快



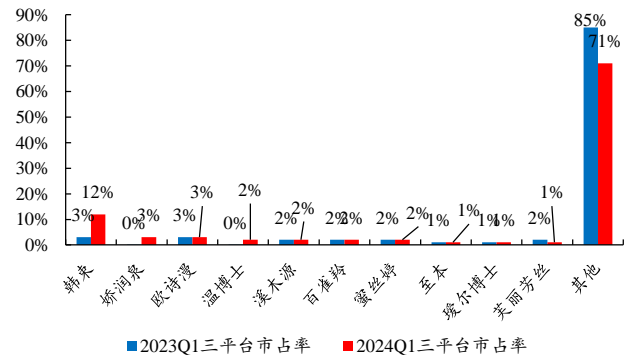
数据来源：久谦、开源证券研究所

图26：中端市场中珀莱雅超过欧莱雅跻身中端市场 TOP1



数据来源：久谦、开源证券研究所

图27：平价市场中韩束销售额翻倍增长整体市占率大幅提升



数据来源：久谦、开源证券研究所

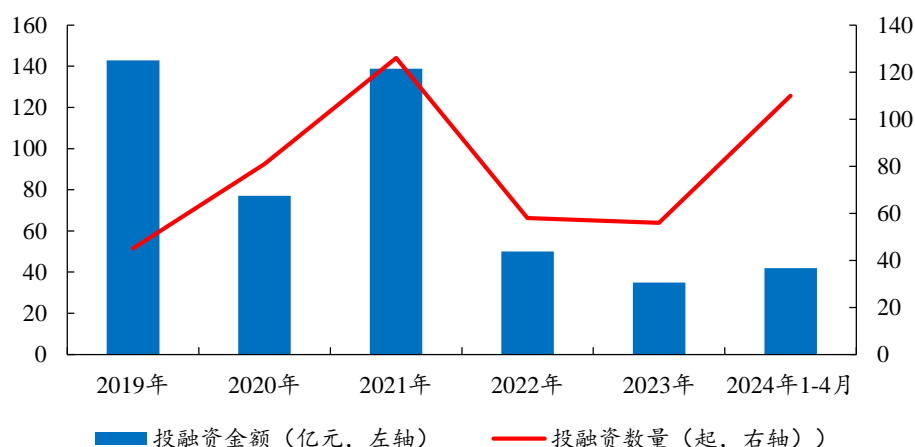
2024 年至今美妆投融资市场出现回暖，小众、特色、出海品牌受关注。2024 年开年至今化妆品领域已发生 42 起投融资、收并购事件，已披露总金额超 110 亿元。涉及国内的达 22 例，既包括方里、奈瑞儿等品牌企业，也包括一苇评测、观辰生物、

伯酷生物等化妆品上下游企业。护肤品牌仍占比最大，但防晒品牌、唇部护理品牌以及口腔护理品牌等专注细分赛道的品牌也被资本所关注，并且“小众”“特色”几乎成为所有被投品牌的标签之一。

科技品牌 KEY iN 成立初期，若羽臣已对其进行了一轮千万元级别投资。今年初，其再收获若羽臣数千万元融资。KEY iN 成立于 2022 年，围绕重组胶原蛋白等核心成分已推出了包括精华、面霜和面膜等在内的 7 款 SKU，客单价在 300-500 元之间，上市一年时间已创下单月破千万营收的成绩。专注唇部护理的 ChapStick 品牌在 2024 年初以 4.3 亿美元（约合人民币 30.87 亿元）的价格被投资组合公司 Suave Brands Company 收购。

出海品牌也受关注。随着国货美妆品牌崛起，众多品牌将“出海”提上日程并收获投资。以玳蜜生物为例，成立以来已完成三轮融资。该公司拥有 Gmeelan 品牌，主攻东南亚市场。公开资料显示，Gmeelan 是 2022 年双 11 和双 12 大促 Top 3 的跨境商家之一。另在今年 4 月，Gmeelan 的樱花腋下美白护肤霜登上越南 TikTok 美妆个护销量榜第四位，销售额为 173.43 万。另外，还有本土数字化口腔健康品牌 Oclean 欧可林在 2024 年 4 月获得了 1 亿元的 C 轮融资。欧可林曾在 2017 年登上北美众筹平台 Indiegogo，海外业务占比九成。此外，其线下市场已拓展至 40 多个国家和地区，线上渠道依托 DTC、亚马逊、速卖通平台，覆盖多达 120 多个国家和地区。

图28：2024年1-4月美妆市场投融资金额和数量已超过2023年



数据来源：青眼公众号、青眼号外公众号、艾媒咨询、开源证券研究所

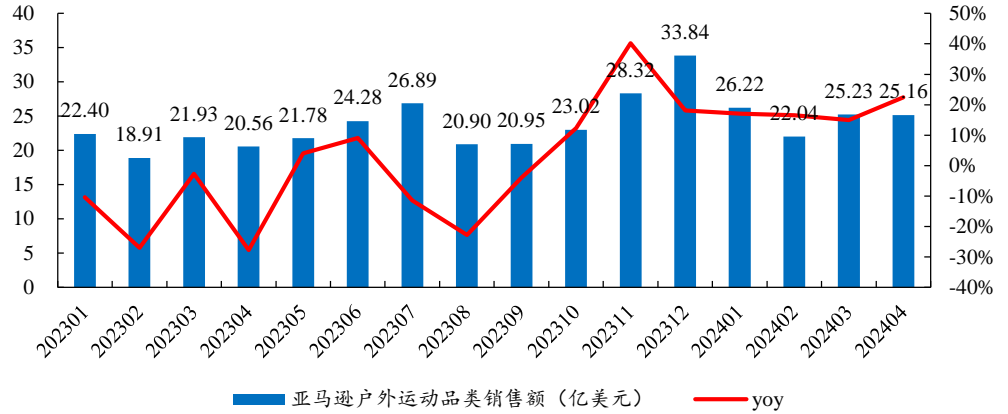
7、运动：全球户外运动市场火热，关注线上健身赛道龙头企业 Keep

户外运动在全球兴起，亚马逊户外运动品类销售额高增。骑行、越野、露营等贴近自然的休闲和运动方式备受消费者青睐，相关品类销量在海外也有大幅提升。众多欧美消费者已经将户外运动作为日常生活中的标配，其中美国、德国、英国、法国的户外运动参与率均超过 50%。据久谦亚马逊统计数据，2024 年以来户外运动品类 GMV 实现加速增长，1-4 月亚马逊平台户外运动 GMV 达 98.6 亿美元/yoy+17.7%。户外运动市场火热也给跨境电商卖家提供机遇。如跨境电商品牌 SAGUARO Shoes 专注于打造登山鞋、涉水鞋等鞋类产品，在入驻亚马逊日本站后，一年时间就达成

了千万销售额。据最新消息，其在 TikTok Shop 鞋类销售额月榜中也荣登榜首，销售额在 39 万美金左右。

关注把握潮流运动趋势，自有品牌运动产品全系列布局，品牌率先出海的线上健身龙头 Keep。受益标的：Keep。

图29：2024 年以来亚马逊平台户外运动品类销售额同比加速增长



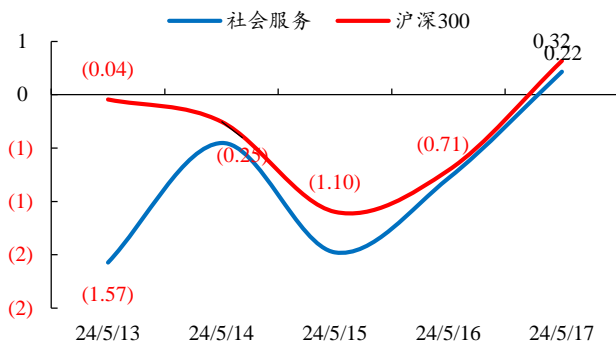
数据来源：久谦、开源证券研究所

8、行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘

8.1、行业跟踪：本周社服板块整体上行

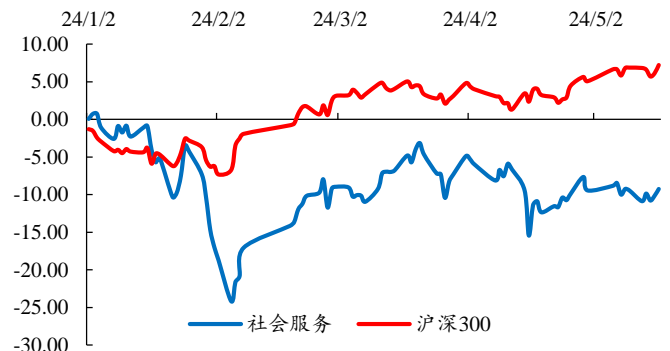
本周（5.13-5.17）社会服务指数+0.22%，跑输沪深 300 指数 0.1pct，在 31 个一级行业中排名第 15；2024 年初至今社会服务行业指数-9.27%，弱于沪深 300 指数的 +7.19%，在 31 个一级行业中排名第 27。

图30：本周（5.13-5.17）社服板块跑输沪深 300（%）

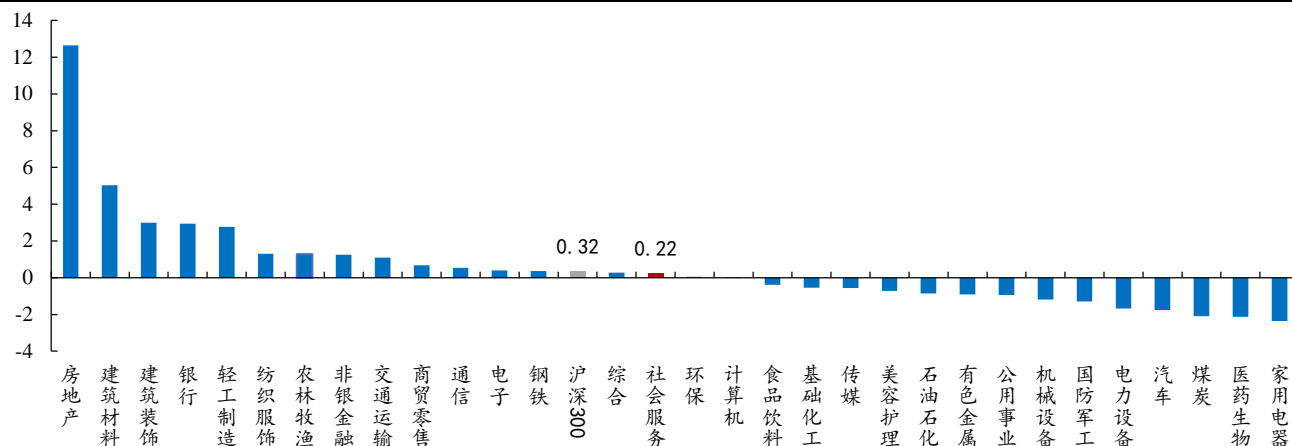


数据来源：Wind、开源证券研究所

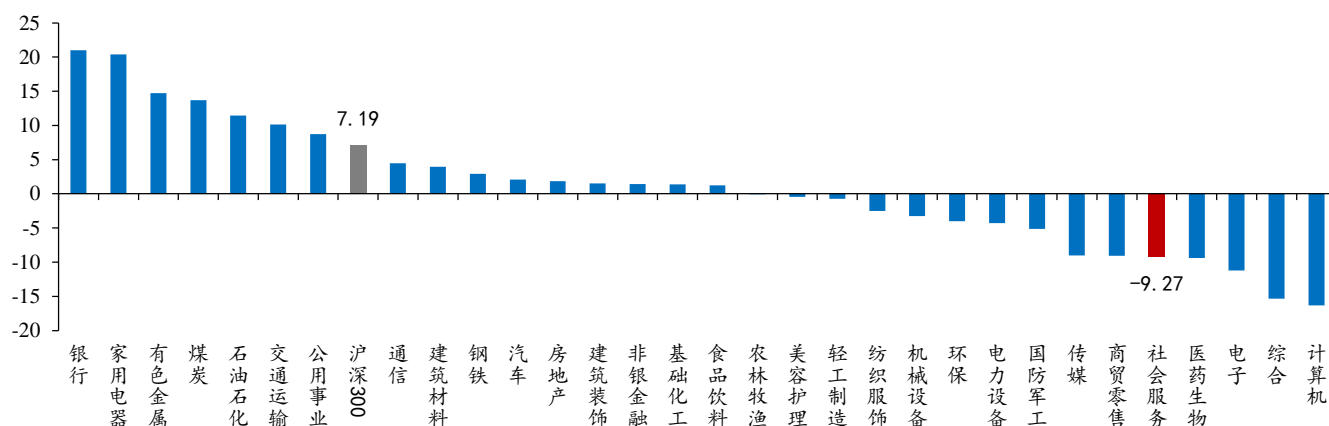
图31：2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：本周（5.13-5.17）社会服务在一级行业排名第 15（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

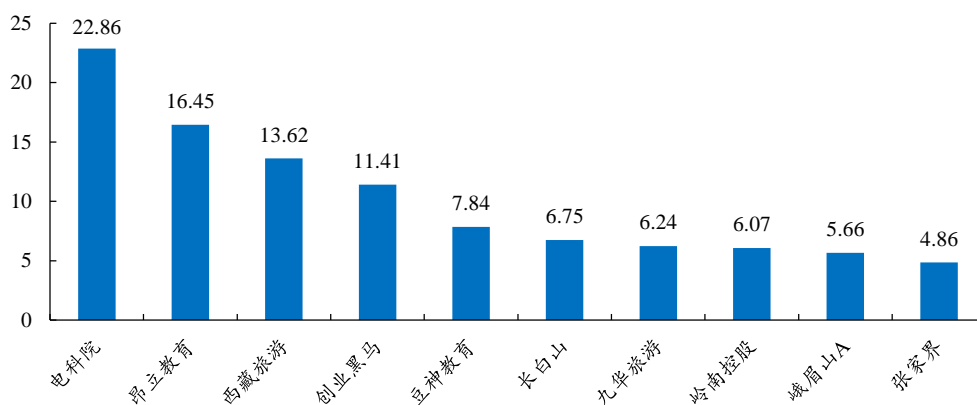
图33：2024年初至今社会服务在一级行业排名第 27（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

8.2、社服标的表现：本周（5.13-5.17）教育、旅游类上涨排名靠前

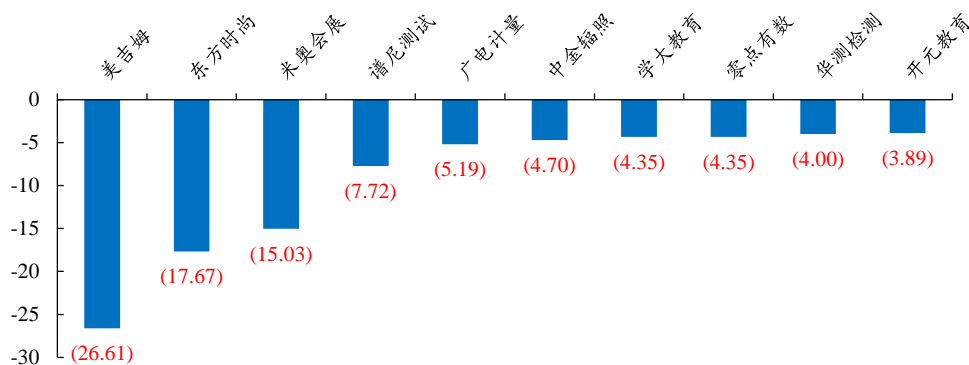
本周（5.13-5.17）涨幅前十名以教育、旅游类为主，涨幅前三名分别为电科院、昂立教育、西藏旅游，跌幅前三名分别为美吉姆、东方时尚、米奥会展。净流入额前三名分别为中公教育、昂立教育、众信旅游，净流入额后三名为东方时尚、中青旅、米奥会展。

图34：本周（5.13-5.17）电科院、昂立教育、西藏旅游领涨（%）



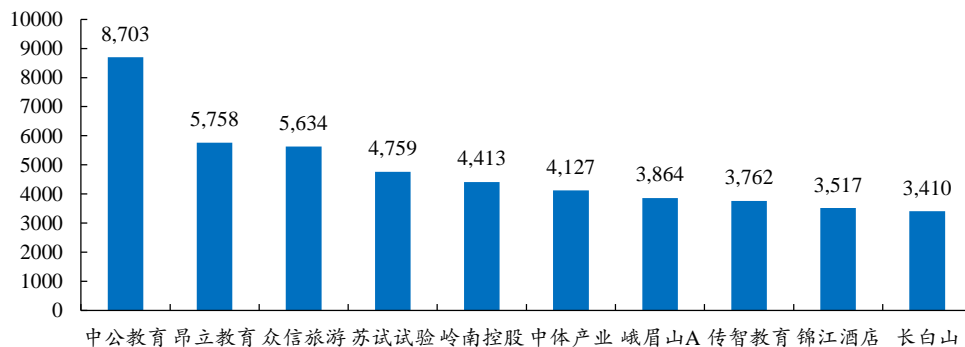
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（5.13-5.17）美吉姆、东方时尚、米奥会展跌幅较大（%）

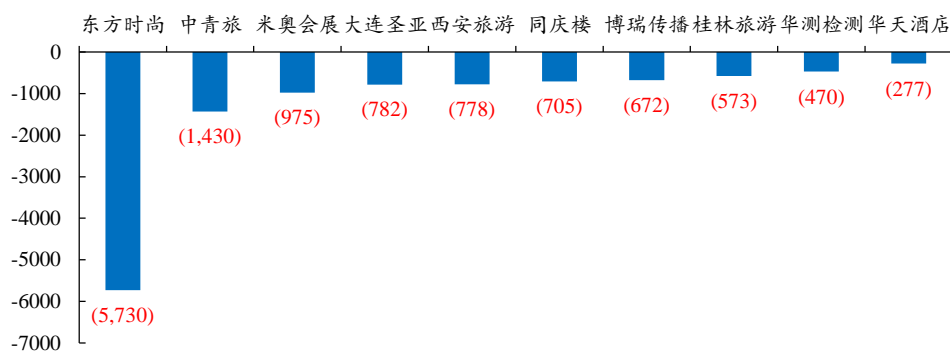


数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：本周（5.13-5.17）中公教育、昂立教育、众信旅游净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：本周（5.13-5.17）东方时尚、中青旅、米奥会展净流出额较大（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：盈利预测与估值

代码	公司名称	2024/5/17		EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
600223.SH	福瑞达	8.68	0.37	0.47	0.58	23.42	18.57	14.95	买入	
300896.SZ	爱美客	218.68	11.29	14.51	18.26	19.36	15.07	11.98	买入	
832982.BJ	锦波生物	180.00	5.47	7.61	10.09	32.91	23.67	17.85	未评级	
601888.SH	中国中免	76.49	3.82	4.56	5.18	20.03	16.76	14.76	未评级	
0780.HK	同程旅行	21.30	0.87	1.11	1.34	24.48	19.22	14.43	未评级	
603099.SH	长白山	21.88	0.70	0.81	0.94	31.34	26.94	23.29	买入	
300795.SZ	米奥会展	20.24	1.22	1.66	2.03	16.59	12.21	9.97	买入	
001308.SZ	康冠科技	25.01	2.16	2.49	2.82	11.57	10.05	8.88	买入	
300856.SZ	科思股份	40.36	5.68	7.10	8.76	7.11	5.69	4.61	买入	
603277.SH	银都股份	33.07	1.44	1.62	1.83	22.99	20.44	18.10	买入	
688363.SH	华熙生物	63.39	1.7658	2.2372	2.8151	35.90	28.33	22.52	买入	
300740.SZ	水羊股份	18.48	1.0299	1.2389	1.4575	17.94	14.92	12.68	买入	
688366.SH	昊海生科	91.68	3.07	3.83	4.66	29.90	23.96	19.69	买入	
300192.SZ	科德教育	10.94	0.5118	0.6104	0.7144	21.38	17.92	15.31	买入	
000526.SZ	学大教育	62.70	2.01	2.73	3.59	31.14	23.00	17.49	未评级	
603081.SH	大丰实业	10.78	0.4539	0.5788	0.7305	23.75	18.62	14.76	买入	
605289.SH	罗曼股份	31.20	1.27	1.58	1.91	24.64	19.72	16.34	未评级	
600916.SH	中国黄金	11.28	0.7135	0.8262	0.95	15.81	13.65	11.87	买入	
300662.SZ	科锐国际	23.30	1.36	1.73	2.12	17.16	13.45	10.97	未评级	
600861.SH	北京人力	21.02	1.63	1.84	2.04	12.91	11.44	10.32	未评级	
600662.SH	外服控股	4.81	0.28	0.31	0.34	16.97	15.46	14.12	未评级	
603059.SH	倍加洁	23.80	1.4395	1.7068	1.9746	16.53	13.94	12.05	买入	
9961.HK	携程集团-S	438.40	13.19	15.45	16.53	33.24	28.37	26.52	未评级	
300492.SZ	华图山鼎	109.05	2.73	3.53	5.82	39.99	30.88	18.75	未评级	
EDU.N	新东方	82.17	1.51	2.60	3.54	49.55	28.78	21.14	未评级	
TAL.N	好未来	12.93	0.13	0.23	0.32	87.86	51.55	36.62	买入	
1890.HK	中国科培	1.9300	0.39	0.41	4.46	4.24	0.44	3.98	未评级	
0839.HK	中教控股	5.7100	0.82	0.92	6.34	5.64	1.03	5.04	未评级	

1773.HK	天立国际 控股	5.2800	0.27	0.40	17.91	11.97	0.57	8.44	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.0000	0.02	0.07	256.41	60.15	0.14	27.84	未评级
0382.HK	中汇集团	2.7000	0.62	0.66	3.96	3.72	0.72	3.40	未评级
301011.SZ	华立科技	16.97	0.57	0.76	0.91	29.76	22.30	18.75	未评级

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所，除福瑞达、爱美客、长白山、米奥会展、康冠科技、科思股份、银都股份、康冠科技、华熙生物、中国黄金、昊海生科、大丰实业、水羊股份、倍加洁、好未来为开源证券研究所预测，新东方为 Bloomberg 一致预期，其全公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期

9、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn